

## 研究会報告

## 欧州企業買収法制研究会

フランスにおける企業買収ルール解釈と運用（２）  
——買付者・対象会社・少数株主の戦略を中心に——  
（フランス M&A 弁護士との対話②）

Olivier Diaz（フランス弁護士、Darrois Villey Maillot Brochier  
法律事務所）

Emmanuel Brochier（フランス弁護士、同上）

Bertrand Cardì（フランス弁護士、同上）

渡 辺 宏 之（早稲田大学教授）

## 【はじめに】

本稿は、フランスの企業買収ルールに関し、買付者・対象会社・少数株主等の各関係当事者の採り得る戦略に関する論点を中心に行った、フランスの弁護士との質疑の記録である。Darrois Villey Maillot Brochier 法律事務所は、フランスで公開買付案件を専門的に取り扱う事務所として知られており、ディラス弁護士をはじめ、公開買付け等の M&A の法律と実務に精通している弁護士が所属している。会談は、2011年2月、パリの同事務所で行われた。本記録は、英語で行われた会談の記録を、渡辺の監修により日本語に翻訳したものである。公開買付けの各当事者のそれぞれの真剣な戦略を織り込んだ、フランス企業買収ルールの解釈と運用に関する第二弾として、研究者・実務家のいづれにとっても、読み応えのあるものになっていることを期待している。〔渡辺 記〕

- 
- （１）フランスの企業買収ルールに関する専門家との質疑については、以下を併せてご参照頂ければ幸いである。Hubert Segain=Edward Thomas=渡辺宏之「〔研究会報告〕フランスにおける企業買収ルールの解釈と運用～市場慣行との相克・買収防衛策に関する論点を中心として（フランス M&A 弁護士との対話）」早稲田法学86巻4号301頁以下（2011年）、Laurent Meyer=渡辺宏之「銀行家から見たフランス企業買収ルール～フランス M&A 実務家との対話」早稲田法学87巻1号（本号）所収（2011年）。また、フランスを含む欧州の企業買収ルールの分析とその示唆に関する、これまでの筆者の見解については、以下の文献をご参照頂きたい。渡辺宏之「TOB ルールをめぐる欧州からの〔示唆〕」金融・資本市場研究創刊号65頁以下（2010年）、“Hiroyuki Watanabe, Designing New Japanese Take-

【目 次】

1. フランス版ポイズン・ピル (bons Breton)
2. 市場価格を下回る 価格での公開買付け (discounted takeover bid)
3. 公正な買付価格の決定方法
4. これまでの論点に関する再検討、および最低応募条件について
5. 全部勧誘義務の下での、買付後の取得比率の合理的な予測の可能性
6. AMF の決定に対する不服申立て等の手続き
7. 取消不能な合意 (irrevocable undertakings)
8. フランスと英国におけるマンガトリーオファー・ルール機能の相違

1. フランス版ポイズン・ピル (bons Breton)

**渡辺：**本日はお忙しいところ、会談に応じて頂き誠にありがとうございます。私は近年、英国・ドイツ・フランスをはじめとする欧州の企業買収ルールについて、公私にわたり調査を繰り返してきましたが、調査研究を進めるにつれいろいろと新たな疑問が出てきます。また、最近、各国のルールが、欧州全体の中でいかなる特色を有し、そしてそれぞれをいかに位置づけるかという点にも、非常に関心を有しているところです。本日は、フランスの公開買付ルールと実務に精通された弁護士の方々に、いろいろとお話を伺いたいと思います。どうぞよろしくお願い致します。

**カルディ：**本日は当事務所において頂き、お目に掛かることができて光栄です。まずは私の方から、先生のご質問に回答させて頂きたいと思います。どのような点についてお話すればよろしいでしょうか。[※事務所の業務の都合により、会談開始当初はカルディ 弁護士との単独質疑であり、その後、プロシエール 弁護士、ディアス 弁護士が順次参加した。]

**渡辺：**まず、フランスのポイズン・ピルとその適用可能性について質問したいと思います。買付者が、ポイズン・ピルを採用していない米国企業の場合とします。フランスの対象会社は、買付者に対し、フランス型のポイズン・ピルを行使できるのでしょ

**カルディ：**「ポイズン・ピル」とは、対象会社が既存の株主に対して発行できる新株予約権を指して仰っておられるのだと思います。それで、フランス版ポイズ

---

over Regulation Regime ~Suggestion from the European Takeover Rules, Zeitschrift für Japanisches Recht, Nr. 30 (Max-Planck- Institute für Privatrecht, 2010) 89”.

ン・ピル（"bons Breton"）と仰っているのですね。ご存じのように、bons Breton がフランス法に盛り込まれたのは2006年のことでした。

渡辺：EU 企業買収指令が国内法化された結果ですね。

カルディ：ええ。まさにその通りです。これは、少し矛盾した動きでした。というのも、企業買収指令がフランスにおいて2006年に施行されたことにより、有名な Lois Breton 氏が、いわゆる "bons Breton" と呼ばれる防衛策を導入しました。

その仕組みは、極めて単純です。実際のところ、買収目的での公開買付けの場合には、対象会社が、そのすべての既存株主に対して新株予約権を割当てることができ、その新株予約権の条件は、買付者による公開買付けの条件と連動するものでなければなりません。これが、我々のような弁護士にとってどのような意味を持つのでしょうか。我々は、基本的には、bons Breton が次のようなものだと考えています。つまり、買付価格が満足できる水準になれば、株主に対して極めて低い価格で株式を取得する権利を付与し、買付者の株式持分を希釈する。これがポイントです。

けれども、bons Breton の発行に関する承認は対象会社の株主総会によらなければなりません。この株主総会では、単純多数決により決議を行わなければなりません。すなわち、出席又は委任した株主の株式の50%に1議決権を加えた数です。ただし、例外的に一つだけ、対象会社の株主総会が不要とされる場合があります。これは、買付者である敵対的買収者との間にいわゆる「相互性」がない場合です。これには、二つの条件があり、一つは、買付者に相互性がないことです。これは、買付者に、防衛策の承認についてフランスの対象会社とは異なる有利な法的制度が適用される場合を意味します。また、このことは、基本的には、米国において、ポイズン・ピルについて株主総会の承認を受ける必要がなければ、フランスの対象会社も、株主総会の承認を受けずに bons Breton を発行でき、対象会社の取締役会が単独で決定できるというものです。さらに、取締役会は、その決定の18カ月前までに株主総会の授權を受けていなければなりません。以上が、対象会社の取締役会が bons Breton を単独で発行するための条件です。

渡辺：それは、フランスの法律家にとって主流の解釈なのでしょうか。商法典の規定を根拠にしてそのような解釈に反対する人々もいると聞いています。商法典の当該規定の文言は、対象会社の取締役会決議によって bons Breton を発行できないと読むこともできるようです。けれども、カルディ弁護士の解釈通りに読

むこともできるのでしょう。

(プロシエール弁護士が入室)

**カルディ**：我々は、フランスの企業買収ルールについて議論していて、特に bons Breton から話を始めています。bons Breton の有効性や、あるいは対象会社の株主総会を経ないで bons Breton を発行するのを認めることについて、批判的な見解があるというお話でしたね。

**渡辺**：ポイズン・ピルを採用していない米国企業による買付けのケースについてですが。

**カルディ**：わかりました。すると、まず、米国の買付者と、フランスの bons Breton 導入会社との間に相互性があるかどうかが問題になりますね。(後ほど、ディアス弁護士を含めてこの論点について再論。)

**渡辺**：その点については、また後でお話を伺いたと思います。ところで、昨年ディアス弁護士にお話を伺った際に、フランスでは、対象会社が bons Breton を実施する時に、これを市場に知らせなければならないと聞きました。ある種の開示が必要だと。

**カルディ**：当然です。

**渡辺**：もう少しご説明していただけますでしょうか。

**プロシエール**：一般的なルールがあって、買付期間中は、あらゆる重要な措置について、市場に対して極めて明確に情報開示しなければならないと定めています。

**渡辺**：AMF（金融市場庁）の規則でしょうか。

**プロシエール**：ええ、そうです。

**カルディ**：対象会社の取締役会が買付期間中に bons Breton を発行することに決めた場合には、買付けの終了前にその決定を下さなければならないと、また、取締

役会が、買付手続の終了時に対象会社の株主に bons Breton を割り当てることに決めたという単純な理由から、この決定を買付けの終了前に公表しなければなりません。この決定は買付手続にも対象会社にも重要な影響を与えます。ですから、買付けの終了前にこの決定を下し、公表しなければなりません。

また、公開買付けがなされていないにも関わらず、対象会社が bons Breton の発行権限を取締役に与えるよう求める場合には、これについて、当然、株主総会の承認を受けなければなりません。また、株主総会は議題を定めたうえで35 暦日前にフランスで開催しなければならず、その株主総会の開催時には授権に関係するあらゆる条件を公表しなければなりません。

## 2. 市場価格を下回る価格での公開買付け (discounted takeover bid)

渡辺：ありがとうございます。次は、公開買付けにおける価格規制に関する質問です。フランスにおいて、いわゆる discounted takeover bid（市場価格を下回る価格での公開買付け）を行うことは可能でしょうか。

カルディ：理論上は可能です。

渡辺：現在のルールの下でも、可能でしょうか。

カルディ：ええ、可能です。これに関する理論も、実務もあります。理論上、ボランティアオファー（任意的公開買付け）に着手する場合には、AMF には価格を設定する権限がありません。ですから、買付者が、この価格を単独で設定します。ですから、理論上は、市場価格を下回る価格で公開買付けを行うことも可能です。

そこで、これをあくまでも理論上のものととどめるための防壁があるのですが、第一に、現在の多くの公開買付けにおいて、これが友好的な場合には、対象会社の側が独立した専門家を指名する必要があります。この独立した専門家は、対象会社の取締役役会に対して、価格に関する適正意見書 (rapport d'expertise, fairness opinion) を提出しなければなりません。ですから、当然ですが、この適正意見書が否定的な内容であれば、買付けに成功する可能性はほとんどありません。けれども、これは価格に対する規制よりも、市場における情報の問題です。

このように、フランスでは、独立した専門家が、複数の基準と財務分析の結果にもとづいて意見を述べなければなりません。けれども、当然ですが、株価も重要です。ですから、価格が市場価格を下回る場合に、その価格で良いとの意見を述べることは、当該株式の流動性が非常に低いために市場価格がもはや対象会社

の公正な価値を反映していないような場合を除けば、独立した専門家にとっては当然困難です。

**渡辺**：その適正意見書についてですが、AMF が適正意見書を審査するのでしょうか。

**カルディ**：適正意見書は、AMF にとっても重要です。適正意見書は、対象会社の取締役会に提出された後、AMF の承認に基づき対象会社により公衆に開示される文書に挿入されるからです。

**渡辺**：AMF は、適正意見書について形式審査を行うのでしょうか、実質審査を行うのでしょうか。

**カルディ**：形式審査です。買付価格の妥当性については、審査しません。

**ブロシエール**：AMF には、適正意見書を作成する責任を有する独立した専門家が、本当に独立しているかどうかについてチェックする権限があります。また、AMF には、その独立した専門家を認めないとする権限もあります。

**カルディ**：まさにその通りです。

**ブロシエール**：けれども、独立した専門家に任命され、AMF からたとえば「デュポン氏やデュラン氏に不服はありません」と言われ、評価を実施して報告書を作成すれば、AMF には、「この報告書の結論に同意できない」と述べる権限はありません。問題があるとすれば、独立した専門家による報告内容ではなく、何らかの理由により、公表される文書全体の内容について AMF の最終承認が得られない場合だけです。我々が “note d’information” と呼んでいるこの文書について、AMF に、「その内容に同意します」と言ってもらわなければなりません。ですから、作成段階で問題があれば、弁護士が当局と協議し、当局が、「この点について、詳しく説明してほしい、この点が理解できない」などと述べます。実務上は、AMF が多くの質問を送ってくるものの、その方向性は極めて明快です。つまり、AMF は、情報が公衆にとって明確なものとなるよう努力します。しかしながら、AMF が独立専門家による鑑定の質に疑義を有したならば、確認のために追加情報を要求することができます。

**渡辺：**市場価格を下回る価格での公開買付は、ボランタリーオファーの場合にのみ可能なのでしょうか。

**カルディ：**今までの説明は、ボランタリーオファーの場合についてお話しています。ですから、独立した専門家を任命し、市場価格を下回る価格で公開買付けを行おうとしても、その価格の適正さについての独立した専門家による意見を情報文書にはっきりと記載するよう AMF が求めるため (avertissement)、そのことが市場価格を下回る価格での公開買付けに対する最初の防壁になります。

二つ目の防壁があり、これを利用するのは AMF にとっては前の方法よりもはるかに困難です。ご承知のように、フランスにおいては、公開買付けに適用される原則が極めて重要であり、AMF の規則の冒頭でも、この点について繰り返し強調しています。それは、競争における誠実性、透明性及び公正性です。従って、買付者が市場価格を下回る価格での公開買付けを行っている場合、AMF がこれらの原則を援用して、買付者が支配権取得の意思を真に有さずに公開買付けを実施すれば市場を混乱させるだけであることを理由に、買付者が不誠実であると判断する可能性があります。

けれども、これは、前の方法よりも困難です。今年、当事務所が取り組んだ事件がありました。これは、インターネット関連の小規模な会社である Seloger.com に対する Axel Springer による公開買付けでした。そこで、市場価格を下回る価格での公開買付けの正当性が問題になりましたこれが二つ目のタイプの防壁です。

渡辺先生は、マンドトリーオファー（義務的公開買付け）の場合にも、市場価格を下回る価格での公開買付が可能かどうかに関心がおありなのですね。

**渡辺：**ええ。

**カルディ：**マンドトリーオファーでは、ボランタリーオファーよりもはるかに困難です。

**渡辺：**けれども、理論上は可能ということですか。

**カルディ：**可能ですが、極めてまれです。

**渡辺：**ドイツでは、そのようなケースが実際にあるようです。フォルクスワーゲンに対するポルシェの買付けのケースです。

**カルディ：**フランスでも、マンドトリーオファーにおいて、買付価格が市場価格を下回ったケースが若干あります。

**渡辺：**すると、実際には、フランスでもいくつかのケースがあるわけですね。

**カルディ：**ええ。でも多くはありません。マンドトリーオファーの方がはるかに難しいのは、マンドトリーオファーの場合、AMF が、価格に対する規制権限を取り戻すからです。ですから、AMF の規則において、設定された価格について AMF が満足した場合にのみ、マンドトリーオファーを認めることが明記されています。

**ブロシエール：**ですから、価格をめぐるのは、ボランタリーオファーとマンドトリーオファーとの間に極めて大きな違いがあります。一方では、規制が原則として存在せず、もう一方では、規制が明確に存在します。

### 3. 公正な買付価格の決定方法

**渡辺：**ありがとうございます。公開買付の価格規制に関するもう一つの質問は、対象会社がいくつかの種類株式を発行している場合、それぞれの種類の株式につき、公正な買付価格をどのように考えればよいのかというものです。

**カルディ：**複数の種類の株式が存在する場合ですか。それは、よい質問であり、これに関係する事件で、当事務所が関与したものもあります。原則は、単純です。すべての普通株式を同一の価格で買付け、また、フランスにおける公開買付けには、その他出資持分の取得を可能とするあらゆる手段も対象に含めなければならない、というものです。ですから、あらゆる種類の株式です。また、結局のところ、この原則は、それぞれの種類の株式を一貫性のある方法で取り扱わなければならないというだけのことです。ですから、株式の種類によって買付価格を変える場合には、別々の買付価格を提示するための財務上の合理的根拠が存在しなければなりません。株式の種類ごとの特徴を考慮して、一貫性のある方法で評価しなければなりません。

**ブロシエール：**価格の違いについて説明し、ある種類の株式については配当が少ないとか、権限が縮減されているといったことを説明しなければなりません。このような違いがない場合には、価格を変えることができません。



**渡辺：**それぞれの種類の価格の公正性を決定するのは、最終的には誰なのでしょう  
うか。

**カルディ：**買付者が責任を負うものの、AMF がそれを監督します。各種別の株式  
式が一貫した方法で取り扱われるよう、AMF が監督しなければなりません。

**渡辺：**AMF は価格を監督するだけで、決定はしないのですね。

**カルディ：**AMF が各種別の株式の価格を決定することはありません。

**ブロシエール：**これは、一般原則です。例えば、ベルトラント（カルディ弁護士）  
が説明したように、AMF は、特にマンガトリーオファーの場合には価格を規制  
することができます。けれども、価格を設定することは絶対にできません。

**渡辺：**そのような権限はないのですね。

**ブロシエール：**その点は極めて明確です。AMF が、「種類 A と種類 B の株式の  
価格差には同意できない」と言うことはできても、「種類 A の株式の価格を10ユー  
ロにし、種類 B の価格を20ユーロにします」と言うことは許されません。そ  
うする権限がないのです。規制し、「価格差に同意できないので、その理由を説  
明し、訂正しなければなりません」といえるだけです。

**渡辺：**裁判官にも、そのような権限はないはずですね。

**カルディ：**裁判官にも、価格を設定する権限はありません。ただ、公開買付けの  
承認に関する AMF の決定（décision de conformité）はすべてパリ控訴院に提訴  
できます。そこで、パリ控訴院は、AMF が規則の規定及びフランスの法制度を  
遵守しているかどうかをチェックします。控訴院が価格を設定することはできま  
せん。けれども、控訴院は、AMF が株式の種類に応じて取り扱いを変えること  
を認めたことについて、誤っていると推定した場合には、AMF の決定を無効に  
することができます。Schneider/Legrand 事件において、このようなことが起  
きました。2002年のことでした。

**ブロシエール：**そのようにして、パリ控訴院が、AMF による規制を監督してい  
ます。

**渡辺**：AMF の決定に対する不服申立てですが、AMF の決定のおよそ 6 % が不服申立てされていると昨年聞きました。

**カルディ**：ええ。それほど普通のことではなく、不服申立てされる AMF の決定の件数はそれほど多くはありません。

**渡辺**：そうした不服申立事件の概要について知ることは可能でしょうか。

**カルディ**：不服申立事件の概要について把握したければ、AMF が年次報告書を発行しているので、それを見る必要があります。

**渡辺**：ところで、昨年、少数株主保護団体 ADAM の代表である Neuville 氏の意見を伺った際には、不服申立期間が極めて短いことに不満を述べられていました。

**カルディ**：私自身は十分に長いと思っていますけれど…。

(ディアス弁護士入室)

#### 4. これまでの論点に関する再論、および最低応募条件について

**カルディ**：既に、いくつかの論点について議論したので、オリビエ（ディアス弁護士）のために簡単に振り返ります。bons Breton 及び相互性の問題について議論しました。米国の買付者との間に相互性があるとみることができるかという点と、米国でも、ポイズン・ピルを承認するために株主総会を開かなければならないかという点について質問を受けました。

**ディアス**：ご承知のように、米国では、ポイズン・ピルを発行する権限が取締役会にあるため、その点が問題です。株主総会には、実際には、ポイズン・ピルを発行する権限がなく、ポイズン・ピルを発行する権限は、取締役会にしかありません。ですから、この状況には二つの側面があると思います。買付者が、既存のポイズン・ピルを備えた米国企業であり、相互性による利益を当然主張できないか、又は、通常の米国企業（デラウェア州の企業）であるか、のいずれかです。すると、おそらく、友好的な取引ではない場合に、フランスの対象会社は、常に、「御社には当社にはない点がある。すなわち、ポイズン・ピルの発行について独自に決定できますね。でも、当社にはできません。当社では、株主総会を経

なければなりません」と主張することができます。

**カルディ：**その場合には、相互性がないわけですね。ですから、基本的には、米国の買付者とは相互性がないとみなされる可能性が高いということでしょうか。

**ディアス：**相互主義規定については、実際には誰もよくわからないのです。EU企業であれば、企業買収指令が適用され、防衛策について株主総会で決めなければならない、相互主義が当然適用される以上これを理由とする抗弁ができないなど、明確な場合もあります。けれども、EU域外については、激しい論争になると思います。

**カルディ：**また、理論上ですが、外国の買付者がいて、その国の法制度がフランスと同じでも、それが非公開会社の子会社である場合が問題になります。非公開会社の子会社である場合には、当然ですが、買収の対象になり得ないからです。ですから、多くの疑問点を考えることができます。

**ディアス：**二つの見方があります。事実は問題ではなく、法制度しか問題にできないと言う人々もいます。子会社であっても、防衛策がなければ、相互性の利益を享受しているとみなすことができることを意味します。これが、Alain Vian-dier 教授の見解です。

フランス議会で行われた議論の内容を検討すると、子会社を例に挙げた議員がいて、「子会社は、相互性の利益を享受することはできません。それは、そのような会社が株主に支配されており、買収できないからです」と述べています。ですから、それほど明確な状況ではありません。この点について、法律の規定が明確だとも思いません。また、フランスのどの子会社も、フランスの別な会社に敵対的買収を仕掛けようとするれば、子会社であることを理由に相互性の利益を享受できないことを抗弁の一つにされかねないことがわかっているはずです。これに該当する事件が発生するまで、答えを出すのは困難です。

**カルディ：**まさにその通りです。また、価格についてですが、価格が満足し得る水準になければならないマンドトリーオファーの場合とは異なり、ボランタリーオファーの場合には、価格を設定し規制する権限がAMFにないことを論じました。さらに、そうであっても、独立した専門家の制度があり、AMFにとっては独立した専門家の報告書が否定的意見であっても価格を訂正するよう要求するのは難しい一方、この制度が価格の公正性の確保を図るための手段になっているこ

とについても論じました。

ディアス：現在、フランスでは、これ以外にも争点になっているテーマがあり、ドイツでもホットなテーマになっています。それは、公開買付けに必ず最低応募条件を設ける必要があるのかというものです。ドイツでも事情は同じですが、AMF が買付価格を規制しないのであれば、誰もが、最低応募条件を設けずに買付けることができるはずだからです。その場合には、価格があまり魅力的ではないために公開買付けに参加する人々が極めて少なくとも、支配権を獲得するためのプレミアムを払わずに事実上の支配権を得ることができるというものです。公開買付けを実施する際に、50%以上の取得等の最低応募条件を設けた場合には、その買付けを成功させなければ株主にとって魅力的な価格を提示する必要があるため、価格の問題は解消されると考える人々も多いようです。

けれども、最低応募条件がなく、会社全体を取得することには関心がないものの、その会社の筆頭株主になりたい場合であれば、プレミアムも支払わずにそうできるよい方法かもしれません。ですから、これは現在、ホットなテーマになっています。実は、対象会社が、ドイツの買付者に最低応募条件を課すよう求め、AMF に対するロビー活動を行った事件がありました。そこで AMF は、かなり躊躇した後、規則の下では、最低応募条件を課すのは権限の範囲外であると判断しました。そこで、これらの人々は、新しい応募条件のためにロビー活動を行っています。

ご存じのように、ドイツにも、いずれかの株主に支払った最高額を提示すればよいとするルールがあるため、ドイツでも事情は同じです。そこで、過去に何が起きたかといえば、買付者が、大口の株式を一定の価格で買うことに同意し、大口株主は、市場で売却すれば市場価格を下回る価格になることを認識していたため、その価格で売却することに満足していた可能性があります。また、この主要株主は、市場価格にはば相当する額で売却するつもりでいました。その後、買付者は市場価格で買い付けたものの、株主はその会社を買付価格以上の価値があると考えたため応募しませんでした。しかも、同社は事実上の子会社でした。この場合も、ドイツの金融監督当局である BaFin に対して、最低応募条件を課すよう求める熱心なロビー活動が行われました。これは、スペイン企業である ACS によるドイツの建設会社 Hochtief の株式公開買付けのケースにおいて論じられました。

ですから、最低応募条件は重要な問題であり、価格に関連する重要な問題です。

**カルディ：**けれども、フランスにおいて、この問題に答えが出るとは思いますか。というのも、当事務所が最近担当した前述の事件において、AMF が、当該規則上は最低応募条件を課することができず、規則を改正する必要があると事実上認めたからです。AMF が規則を改正すると思いますか。

**ディアス：**人々のロビー活動にかかっていると思いますが、私自身は改正されると思います。会社の支配権を得るために買付ける以上、最低応募条件は必要だと言う人々もいます。また、これを受け入れるかどうかについては、市場が自由に決めればよいと言う人々もいます。いずれにしても、人々が買付ける時に、少なくとも透明性があります。公開買付けに応募したい人は、誰でも応募できます。公開買付けの過程で、大量の情報が提供されます。

ですから、論争になっていますけれども、これは欧州レベルでの論争です。私の理解では、英国では、最低応募条件を設けずに買い付けることが不可能ではないにしても、極めて事情が異なるとは思います。

**渡辺：**さきほどお話していたのですが、フランスでも、マングトリーオファーの場合にも市場価格を下回る価格で公開買付けを行うことはありうるのでしょうか。ご承知のように、ドイツでは、ポルシェがフォルクスワーゲンに対して、市場価格を下回る価格でマングトリーオファーを行いました。その結果、ポルシェの目論見通り、極めて少数の株主しか応募しませんでした。

**ディアス：**難しいですね。我々が述べたことは、フランスでは、AMF による規制があるということです。支配権獲得目的でのマングトリーオファーでは、AMF にとって満足のいく価格でなければなりません。また、例えば、浮動株が極めて少ないために市場価格が極めて高いが、実際には企業の実勢価値が反映されていないなど、市場価格が妥当ではないことを示す十分な理由がない限り、すなわち、十分に有効な理由がない限り、市場価格を下回る価格で買取することは極めて困難です。二つか三つの事例はあると思います。

**渡辺：**ドイツのポルシェのケースでは、その当時、市場価格は上昇していました。ですから、公開買付時に市場価格を下回る価格でマングトリーオファーを行うことが可能でした。

**ディアス：**私が挙げた例は、どちらかといえば逆の状況、すなわち、経済情勢が悪かったものの、それでも市場価格が比較的高かった状態だと思います。フラン

スでも、基本的にはドイツと同じだと思います。市場価格を下回る価格で売却してもよいという主要株主が見つければ、あるいは、市場価格を下回る価格での公開買付を実施しても良いと AMF 及び専門家に納得させることができるかもしれません。

我々がフランスで目にした市場価格を下回る価格での公開買付けの多くは、公開買付前に、市場価格を下回る価格で大口の株式が取得された事例でした。ですから、理論上は、おそらく、事情に通じた売主と、事情に通じた買主とが、市場価格を下回る価格での売買に合意したのだと思います。

ですから、状況によります。当然ながら大企業ではありませんが、フランスには浮動株の極めて多い企業が数多く存在しますが、一方では、浮動株が少ないか中規模の上場企業であり、アナリストがそれほど注目しておらず、流動性の極めて低い企業も数多く存在します。ですから、市場価格がそれほど重要ではない企業が数多く存在します。また、これらの企業は、買付価格が市場価格を下回る典型例です。ドイツで買付ける場合には、ルールが若干異なるため、ドイツの方が状況は複雑だと思います。

**渡辺：**ドイツには、平均価格規制がありますね。

**ディアス：**一方で、ドイツには、フランスにあるような、過去12カ月間に2%を超えて保有比率を引き上げた場合、公開買付けをしなければならないといったルールがないと理解しています。フランスには、このルールが存在します。従って、ドイツでは、一度3分の1の水準を超えれば、市場で自由に買うことができると思います。従って、安い価格で公開買付けを実施し、ほとんどの株主が応募しなくても、市場で自由に株式を買い増すことができます。この場合、流動性のために価格を犠牲にすることのできる売主が数多く存在するため、通常であれば、市場価格を下回る価格で買うことができます。

フランスでは、12カ月間に2%を超えて保有比率を引き上げることができないという制限があります。ですから、仮に市場価格を下回る価格で34%の株式を買ったとして、市場価格を下回る価格で公開買付けを実施し、誰も応募しなかったとします。これを40%に引き上げたい場合、公開買付を行う義務があり、その場合も、AMFによって価格が規制されることになります。この年間2%というルールがあるため、ルールに若干違いがあります。

##### 5. 全部勧誘義務の下での、買付後の取得比率の合理的な予測の可能性

**渡辺：**ありがとうございます。公開買付けの戦術についてもう一つの質問があ

ります。EU 指令の下でも、対象会社株式の部分取得は可能だと思います。全部勧誘であっても、部分取得という意味です。買付期間中に対象株主の反応を観察し、買付価格と最低応募条件を適宜調整することで、こうしたことが可能なのではないのでしょうか。

**ディアス：**ご存じのように、フランスでは、部分買付の可能性が極めて限定されており、買付限度額が、資本の10%となっています。

**渡辺：**けれども、対象会社の全株式に対する公開買付けであるとしても、方法論を駆使すれば、買付者は、合理的な範囲の取得比率を事前に予想することは可能だと思います。

**ディアス：**つまり、最低応募条件ぎりぎりの公開買付けということでしょうか。

**渡辺：**ええ。

**ディアス：**すると、応募に応じて価格を調整する。そういうことですか。

**渡辺：**そうです。

**ディアス：**フランスでは、次の二つの理由から、そのような方法は容易ではありません。最初の理由は、最低応募条件を設けた場合には、市場での株式購入によって買付けを進めることはできません。いわゆる集約的な買付け（centralized offer）しかできず、このことは、最後まで、結果が分からないことを意味します。二つ目の制限は、応募条件の変更又は取下げは公開買付期間の最終日の5営業日前までに限られるというものです。けれども、買付けが集約されているため、その時点において、買付者の公開買付けにどの程度の株主が応募しているか見当もつきません。

通常の場合、買付期間は、25営業日です。仮に、買付者が、買い付けた時に、「買付価格は100で、最低応募条件を設け、それは3分の2です」と公表したとすれば、この3分の2という最低応募条件が変更できるのは、買付期間終了日の5営業日前までです。ところが、それまでは、買付者による買付けにどの程度の数の株主が応募するか、買付者にはわかりません。銀行にもわかりません。それは、株主がしばしば最終日に応募するからです。

**渡辺：**仮に、買付者が、実際の応募状況を毎日知ることができるとすればどうでしょうか。

**ディアス：**そう簡単ではありません。株主としては、最終日に応募すればよいわけです。また、いつでも取り下げることができます。予想することはできませんが、多くの株主が最終日に応募するため、確信は持てません。

#### **6. AMF の決定に対する不服申立て等の手続き**

**渡辺：**ありがとうございます。ところで、ディアス弁護士が来られる前に、AMF の決定をバリ控訴院に不服申立てする場合について話していました。昨年会った時に、少数株主団体の ADAM の代表である Neuville 氏が、不服申立期間が非常に短いのが不満だと言っていました。これについてどうお考えですか。

**ディアス：**我々が、企業それ自体の側を代理する場合には、訴訟期間が短いことが重要だと考えています。それは、公開買付けというものが、市場を動かすものであって、合理的に考えて短期間に行わなければならないからです。申請期間がそれほど短いとは思いません。公開買付けは、最低でも、これが行われた時に公表されます。また、あらゆる種類の情報が公衆に提供されます。AMF に申請しなければならず、これは買付けを公表することであり、目論見書などもあります。ですから、公開買付けに不服な人々には、訴訟を準備するための十分な時間が与えられています。また、AMF に意見書を送り、価格又は買付条件について不服を述べ、また、買付けが有効ではない等について述べる時間もあります。AMF からの決定があった場合には、不服申立期間は10日間です。さらに、弁論書を提出するための期間が15日間あります。ですから、率直に言えば、公開買付けというものが、迅速に決定しなければならないものだという視点に立てば、以上の期間は合理的だと思います。また、買付けを公表した時から、AMF が買付けを承認し、買付けが始まるまでの猶予期間がますます長くなっていることがわかります。1 カ月あるわけです。その買付けが気に入らなければ、弁論書を準備するため、その期間を丸ごと充てることができます。

**渡辺：**マングトリー・オファーの適用免除が承認されるまでの期間についてはどうでしょうか。

**ディアス：**まあ、その点も同じです。適用免除を申請する時点では、買付けが公表されているとは限らない点に留意すべきです。従って、そのような場合には、



AMF が決定を公表すると、少数株主にとっては不意打ちになり、猶予期間が極めて短くなってしまうことに不満なのだと思います。では、適用免除の申請に争いがあるか、これに問題があると AMF が判断した場合には、AMF が、「取引を公表しなければならず、当庁に適用免除を申請した事実を公表しなければなりません」と申請者に伝える場合がほとんどです。これは、適用免除を認めるかどうかの審査に公衆が参加できるようにするためです。

例えば、私は、フランスの上場会社が関与する欧州最初の合併を手がけ、公開買付けの適用免除を申請しました。そこで、AMF に出かけ、「AMF が正式な決定によって適用免除を認めない限り、取引を公表する気がない。」と述べました。そこで、AMF が、これについて検討した結果、「これは複雑ですね。皆さんは、合併の決定及びそれについて AMF の適用免除を申請している事実を公表して、少数株主がそれぞれの言い分を公表し、我々が決定を下す前に少数株主の言い分を考慮できるようにする必要があります」と言われました。合併について公表し、AMF が適用免除を認めるまで、実際には 2 カ月程度かかったと思います。この場合も、法律的判断と、AMF の実務慣行があるわけです。

#### 7. 取消不能な合意 (irrevocable undertakings)

渡辺：ありがとうございます。それでは、次に「取消不能な合意 (irrevocable undertakings)」について伺いたいと思います。

カルディ：公開買付けに応募するという取消不能な合意ですね。

渡辺：ええ。フランスにおいて、そのような取消不能な合意が AMF の規則に適合していると認められているかどうかははっきりしないように思います。けれども、実務上は、取消不能な確約が広い範囲で使われていますね。

カルディ：買主である買付者には二つの選択肢があります。一つは、そのまま買付けを行う方法ですが、25%しか保有していない場合、公開買付けに失敗すれば、25%にとどまるというリスクがあります。株主の売却の意思が明確でない場合には、取消不能な合意を利用します。この問題に関する AMF のルールは、極めて単純かつ明瞭です。つまり、競合する買付けが存在する場合には、取消不能な合意が常に無効になるというものです。しかしながら、それでも、解約手数料又は補償請求という方法があります。競合する買付けが行われて取消不能な合意が無効になり、合意の相手方が競合する買付けに応募する場合には、買付者は利益の一部を自分に支払うよう相手方株主に要求する方法があります。けれども、

AMF では、競合する買付けを不可能にするような性質と金額のものではない場合に限って、解約手数料と補償を認めています。ですから、あまり高額であってはなりません。その額は、競合する買付けを妨げない程度の合理的な額でなければなりません。

**渡辺：**フランスの公開買付実務において、取消不能な合意を事前に交わすことは普通であり、また、買付者が、対象会社株式の50%を超える取得をし、その上で、マンダトリーオファーを行うことが一般的だと理解していますが。

**カルディ：**まさにその通りです。買付者が、自分の取引を保全したい場合には、50%ないしは51%買ってからマンダトリーオファーに踏み切った方がよいと思います。それなら、株式購入契約が取消不可能かつ確定的なものとなり、また、拘束力が生ずるからです。

#### **8. フランスと英国におけるマンダトリーオファールールの機能の相違**

**ブロシエール：**ところで、日本で公開買付けを行う時に、マンダトリーオファー・ルールは存在するのでしょうか。

**渡辺：**マンダトリーオファーのスレッシュホールドは3分の2であるものの、日本では、欧州とは違う方法でスレッシュホールドを(閾値)計算しています。欧州におけるスレッシュホールドは、取得結果にもとづいて判断します。日本のスレッシュホールドは、取得を希望する保有比率にもとづいて決定します。全面的に違います。私は、日本でも欧州型のスレッシュホールドが適していると考えています。

**カルディ：**他にご質問はありますか。質問リストが何ページもあり、質問でぎっしりですね(笑)。

**渡辺：**フランスでは、企業買収の多くが次のような方法で行われるため、マンダトリーオファー・ルールが導入されても、スレッシュホールドの存在はそれほど厳しいものではないと思います。まず、買収者が過半数の株式を取得し、その後で、公開買付けを行う。このような公開買付けのプロセスが一般的であるならば、公開買付前の大口取得の段階でスレッシュホールドを超えてしまう可能性が高く、その結果、自発的な公開買付けにおいても、マンダトリーオファー・ルールが結果的に適用される比率が高くなるからです。

**カルディ**：状況によると思います。状況によるのは、事実上の支配権に魅力を感じる人々がおり、実のところ、フランスにおいて、浮動株が多い会社の32%ないしは35%を保有していれば、株主総会においては事実上の支配権を得ているのに極めて近い状態であるからです。

**渡辺**：フランスにおけるマンガトリーオファーのほとんどが、自発的なオファーという意味で、実際には一種のボランタリーオファーのようです。

**カルディ**：その通りですが。けれども、以上のような防壁があることも理由かもしれません。

**渡辺**：ええ。マンガトリーオファー・ルール趣旨は極めて重要だと思いますが、フランスでは、公開買付ルールが、一種の売渡請求権、すなわち支配権変更に少数株主が売却するための権利として機能しているように思います。

**カルディ**：確かに、フランスでは、支配権が変更された際に、少数株主を保護するための多くのルールが存在し、この点は、欧州買収指令の目的にもなっています。

**渡辺**：けれども、英国における株式の保有構造は、フランスやドイツのものとはかなり違っているため、英国と欧州大陸とでは、公開買付ルールの機能も、かなり異なるように思います。

**カルディ**：英国では、どの点が非常に違うとお考えですか。

**渡辺**：英国における公開買付けでは、マンガトリーオファーのスレッシュホールドが、実際にも極めて重要な役割を果たしていると考えています。

**ディアス**：どのように重要だとお考えなのでしょう。

**渡辺**：ご存じのように、スレッシュホールドは英国でも30%です。が、英国では、株式保有が極めて分散しており、30%以上の株式を保有するブロックホルダーが非常に少ない状況です。そのため、公開買付前にスレッシュホールドを超えずにボランタリーオファーを行うか否かは、非常に重要な相違点ではないでしょうか。

**カルディ**：英国では、フランスよりも浮動株が重要だからです。英国よりもフランスの方が、子会社の数が多いのも確かです。フランスとドイツにおいて、会社が親会社によって支配されている場合には、その支配が徹底しており、英国の方が、浮動株の割合の大きい会社が多い。そういうことですね。わかりました。

**渡辺**：ですから、フランスやドイツにおける、支配権獲得目的の公開買付けでは、一般的には、買付者が、まず、主要株主の合意を得る必要があるのではないのでしょうか。

**カルディ**：まったくその通りです。

**渡辺**：本日は、長時間にわたり、先生方に多くの質問事項にお答え頂き、誠に有益でした。日本におけるフランスの公開買付制度の理解、さらには日本の制度見直しの議論においても示唆的な部分が多々あったと思います。ありがとうございました。

**ディアス・ブロシエール・カルディ**：我々もこのような機会を持てて大変光栄でした。ありがとうございました。